

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال پنجم، شماره دوم، شماره پیاپی (۱۶)، تابستان ۱۳۹۲
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۱/۲۷
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۶/۱۸
صص ۱۷-۳۲

بررسی ارتباط بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در توضیح تغییرات بازده اضافی پورتفوی

محسن دستگیر^{۱*}، مهشید شهرزادی^{**}

* استاد حسابداری و مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه

dastmw@yahoo.com

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه

mahshid_shahrzadi@yahoo.com

چکیده

بازده سهام توجه قابل ملاحظه‌ای را در نشریات مالی، دانشگاهی و ادبیات حسابداری را به خود جلب کرده است. تمرکز پژوهش‌های اخیر در بازار سرمایه به عواملی که بر کاهش ریسک سرمایه‌گذاری اثرگذار هستند، چشمگیر بوده است و اثر آنها بر بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. از جمله این عوامل، کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی بوده است. با توجه به این موارد در این پژوهش ارتباط بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در توضیح تغییرات بازده اضافی پورتفوی بررسی شده است. بدین منظور با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۲ و با استفاده از روش رگرسیون به ظاهر نامرتبط، شواهدی مهیا گردید که نشان می‌دهد میان کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی، ارتباط معناداری وجود ندارد و در توضیح تغییرات بازده اضافی پورتفوی مکمل یکدیگر هستند.

واژه‌های کلیدی: ریسک اطلاعات، کیفیت افشا، کیفیت اقلام تعهدی، بازده اضافی پورتفوی.

مقدمه

امروزه رسیدن به اهداف اقتصادی هر کشوری بدون مشارکت عمومی افراد آن کشور امکان‌ناپذیر است. یکی از راه‌های مشارکت افراد در توسعه اقتصادی، سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار است. چرا که از این طریق، پس‌اندازهای کوچک و سرگردان به سمت فعالیت‌های مولد و تولیدی راه پیدا می‌کند و چرخ تولید و اقتصاد به حرکت در می‌آید. سرمایه‌گذاران با توجه به تنوع بسیار بالا در گزینه‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، از بین گزینه‌های مختلف اقدام به تصمیم‌گیری می‌کنند. در حال حاضر از جمله معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام عادی است. از آنجا که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به دنبال روش‌هایی برای شناسایی سهام پر بازده هستند و از طرفی به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری خود نیز تمایل دارند؛ به نظر می‌رسد که یکی از ابتدایی‌ترین این روش‌ها، سرمایه‌گذاری در مجموعه‌ای از اوراق بهادار (پورتنفوی یا سبدی از اوراق بهادار) باشد چرا که از سرمایه‌گذاری در یک سهم کارآمدتر است. در حقیقت با افزایش تعداد سهام در سبد سرمایه‌گذاری و در شرایط عدم کاهش بازده، ریسک مجموعه کاهش می‌یابد (علت کاهش ریسک، تأثیرات مختلفی است که شرکت‌های سرمایه‌پذیر از شرایط متفاوت اقتصادی، سیاسی و اجتماعی می‌پذیرند). عوامل متعدد دیگری نیز وجود دارند که به کاهش ریسک کمک می‌کنند ولی نباید تصور گردد که می‌توان ریسک را به طور کامل از بین برد. ریسک ویژگی برجسته و مهم سرمایه‌گذاری در سهام است چرا که امکان درک کامل شرایط اقتصادی برای پیش‌بینی

آینده ممکن نیست. حتی اگر پیامدهای اقتصادی کاملاً درک شود، عوامل غیر اقتصادی نیز بر سهام اثر می‌گذارد. بازار اوراق بهادار در معرض انواع مختلف ریسک قرار دارد. ریسک سیستماتیک (ریسک بازار یا ریسک کاهش‌ناپذیر)، ریسک غیر سیستماتیک (ریسک خاص شرکت یا ریسک کاهش‌پذیر) و ریسک نقدینگی از جمله ریسک‌هایی هستند که در همه بازارهای اوراق بهادار عمومیت دارند. علاوه بر ریسک‌های موجود، ریسک‌ها یا مخاطرات دیگری نیز در بازار اوراق بهادار وجود دارد. یکی از این ریسک‌ها، ریسک اطلاعاتی است که از مقوله اطلاعات و اطلاع‌رسانی نشأت می‌گیرد [۷] و ریسکی تنوع‌ناپذیر (ریسکی که با وجود ترکیب تعداد زیادی از سهام در یک پورتنفوی، باز هم باقی می‌ماند) است [۱۹].

به این دلیل که ریسک اطلاعات به درستی قابل اندازه‌گیری نیست، مطالعات متعدد عوامل بسیاری را به عنوان نماینده آن معرفی کرده‌اند. از میان آنها کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا عوامل قابل توجه در این مطالعات بوده‌اند [۱۹] که تأثیر آنها بر بازده سهام به طور جداگانه سنجیده شده است ولی به نظر می‌رسد تاکنون در هیچ کدام از این تحقیقات ارتباط بین این دو عامل (کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا) در توضیح بازده اضافی سهام، مورد بررسی قرار نگرفته است. در این راستا هدف پژوهش حاضر، بررسی ارتباط بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی، به عنوان دو معیار نماینده ریسک اطلاعات در توضیح تغییرات بازده پورتنفوی است. در ادامه این نوشتار نخست به مبانی نظری و ادبیات موجود اشاره

برآوردها (از جریان‌های نقدی ایجاد شده در دیگر دوره‌ها) به وجود می‌آیند در حالی که جزء نقدی سود عینی تر است. با توجه به نتایج مطالعات قبلی روی ویژگی‌های کیفی سود، کیفیت ارقام تعهدی نسبت به دیگر ویژگی‌های کیفی سود، برای تعیین ریسک اطلاعاتی مربوط به جریان‌های نقدی مناسب‌تر است. بنابراین کیفیت ارقام تعهدی، اطلاعات نامتقارن را که موجب ایجاد ریسک اطلاعاتی شده است کاهش می‌دهد [۵].

از آنجا که ریسک اطلاعات به درستی قابل اندازه‌گیری نیست، در مطالعات اخیر بجای آن از نماینده‌هایی، نظیر آنچه گفته شد یعنی کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا (به عنوان دو معیار پوشش‌دهنده ریسک اطلاعات)، استفاده می‌شود. موسیلی و همکاران (۲۰۱۲) [۱۹] نشان دادند ریسک اطلاعات بالاتر که به علت کیفیت پایین‌تر ارقام تعهدی و یا کیفیت پایین‌تر افشا است، منجر به بازده سهام بالاتر می‌شود. آنها همچنین با بررسی رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا نشان دادند که ارتباط مثبتی بین کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا وجود دارد و این دو عامل تغییرات در بازده اضافی مجموعه مشابهی از پورترفوی را نشان می‌دهند؛ بنابراین حاوی اطلاعات مشابه و جایگزین یکدیگر تلقی می‌شوند. علاوه بر این، نتایج تحقیقات متعددی در بازارهای پیشرفته اوراق بهادار حاکی از این موضوع است که کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا می‌توانند عوامل مؤثری در توضیح بازده سهام باشند. دارجنیدا و همکاران (۲۰۱۱) [۱۱] نشان می‌دهند که چگونه ارقام تعهدی و افشا، اثر مشترکی بر سود مورد انتظار انعکاس یافته در بازده سهام جاری دارد و تأثیر مشترک افشا و ارقام تعهدی، به بزرگ‌نمایی و ماهیت

می‌گردد و با توجه به سوال پژوهش، فرضیه‌ها تدوین می‌شوند. در بخش سوم نیز روش‌های جمع‌آوری اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد و در بخش چهارم و پنجم به ترتیب یافته‌های تحقیق و نتایج حاصل از این بررسی ارائه خواهد شد.

مبانی نظری پژوهش

از عواملی که منجر به ریسک اطلاعات می‌شود، اطلاعات نامتقارن (اطلاعات نابرابر) است که بیانگر وضعیت عدم اطمینان سهام‌داران به اطلاعات افشا شده شرکت است زیرا این احتمال وجود دارد که مدیران اطلاعات مهم را افشا نکنند و در مقایسه با سرمایه‌گذاران، دارای اطلاعات بیشتری در مورد عملیات و جنبه‌های مختلف آتی شرکت باشند. بنابراین یکی از معیارهایی که ریسک اطلاعاتی را می‌تواند پوشش دهد، معیار کیفیت افشا توسط شرکت است. کیفیت افشای بالا می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسئله انتخاب نادرست را کاهش دهد. نتایج تحقیقات دیاموند و ورچیا (۱۹۹۱) [۱۴] نشان داد که افشای شرکتی، اطلاعات خصوصی را به اطلاعات عمومی تبدیل می‌کند و عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهام‌داران بیرونی را کاهش می‌دهد.

از جمله دیگر معیارهای پوشش‌دهنده ریسک اطلاعات، کیفیت ارقام تعهدی است. بخش عمده‌ای از اطلاعات در مورد جریان‌های نقدی به وسیله سود تأمین می‌شود و جریان‌های نقدی برابر است با سود منهای ارقام تعهدی. به طور کلی جزء تعهدی سود نسبت به جزء نقدی آن با عدم اطمینان بیشتری تعیین می‌شود زیرا ارقام تعهدی با توجه به قضاوت‌ها و

فرضیه اول: بین کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا در توضیح تغییرات بازده پورتنفوی جایگزین (مکمل) یکدیگرند.

روش پژوهش

انتخاب نمونه آماری

جامعه آماری این مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه آماری این پژوهش از روش حذف سیستماتیک و با اعمال ۴ معیار زیر انتخاب گردیده است:

۱- دوره مالی شرکت‌ها مربوط به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۲- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۱ از بورس خارج نشده باشند.

۳- کلیه اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری و موارد مشابه نباشند.

با توجه به این معیارها از میان شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران ۸۰ شرکت انتخاب شدند و پژوهش مورد نظر برای دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ در مورد این نمونه انجام پذیرفت. کلیه اطلاعات مورد نیاز از طریق سایت‌های بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار تدبیر پرداز استخراج گردیده است.

ارقام تعهدی بستگی دارد. همچنین فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) [۱۶] بیان می‌کنند که رابطه مکملی بین کیفیت سود و افشای اختیاری وجود دارد. براون و هایلجیست (۲۰۰۷) [۱۰] نیز با بررسی رابطه بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند که کیفیت افشا به طور معکوس به عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است و اطلاعات خصوصی را کاهش می‌دهد. در ایران نیز ستایش و همکاران (۱۳۹۰) [۶] به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر نبود رابطه معنادار بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت است. افزون بر این، رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش اعتمادی و همکاران (۱۳۹۰) [۱] نشان داد که افشای صورت گرفته در گزارش‌های شرکت‌ها، در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مفید است. نتایج پژوهش دستگیر و رستگار (۱۳۹۰) [۳] نشان می‌دهد کیفیت سود با کیفیت ارقام تعهدی رابطه مستقیمی دارد. همچنین بین اندازه ارقام تعهدی و بازده سهام رابطه مثبتی وجود دارد. رحمانی و فلاح‌نژاد (۱۳۸۹) [۵] نیز به بررسی رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی با هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. نتایج گویای وجود رابطه معناداری بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه سهام عادی است. نتایج پژوهش نوروش و حسینی (۱۳۸۸) [۸] نیز نشان داد که هزینه سرمایه شرکت‌ها تحت تأثیر کیفیت ارقام تعهدی است.

با توجه به موارد بیان شده می‌توان فرضیه‌های این پژوهش را به شرح زیر بیان کرد:

مدل سازی پژوهش

در این پژوهش به منظور تعیین عامل کیفیت ارقام تعهدی (AQF) لازم بود شرکت های نمونه بر اساس رتبه کیفیت ارقام تعهدی خود به ۵ گروه تقسیم شوند. بنابراین ابتدا لازم بود کیفیت ارقام تعهدی هر شرکت محاسبه گردد. معیار تشخیص کیفیت ارقام تعهدی شرکت ها در این تحقیق، قدر مطلق ارزش عددی ارقام تعهدی اختیاری است (هر چقدر مقدار قدر مطلق آن بیشتر (کمتر) باشد، کیفیت ارقام تعهدی آن شرکت، ضعیف تر (بهرتر) است). به منظور برآورد ارقام تعهدی اختیاری از مدل اصلاح شده جونز (دجو و همکاران، ۱۹۹۵) [۱۲] استفاده شده است. البته با توجه به مدل اصلاح شده جونز، از مدلی مقطعی برای حداکثر کردن اندازه نمونه و اجتناب از مشکل سوگیری ذاتی مدل های مبتنی بر ارقام تعهدی استفاده می شود (دیفاند و سابرامانیام، ۱۹۹۸ [۱۳] و پیسنل و همکاران، ۲۰۰۵ [۱۸]). نتایج تحقیق بارتو و همکاران (۲۰۰۰) [۹] نشان داد که عملکرد مدل مقطعی، بهتر از مدل های مبتنی بر ارقام تعهدی در تعیین مدیریت سود است. سابرامانیام (۱۹۹۶) [۱۷] نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسید که برآورد ضرایب در مدل مقطعی نسبت به برآورد همان ضرایب در مدل مشابه بادقت تر است و این به دلیل آزادی عمل بیشتری است که در مدل مقطعی وجود دارد. با توجه به تحقیقات موجود در این پژوهش برای محاسبه کل ارقام تعهدی جاری بر اجزای اختیاری آن تمرکز می شود. بنابراین کل ارقام تعهدی جاری برای شرکت i در سال t به صورت رابطه (۱) محاسبه می گردد:

رابطه (۱)

$$TCA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta cash_{it}) - (\Delta Cl_{it} - \Delta STDebt_{it})$$

TCA_{it} = کل ارقام تعهدی جاری شرکت i در سال t .

$$\Delta CA_{it} = \text{تغییر در دارایی های جاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta Cash_{it} = \text{تغییر در وجه نقد شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta Cl_{it} = \text{تغییر در بدهی جاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\Delta STDebt_{it} = \text{تغییر در تسهیلات مالی دریافتی شرکت } i \text{ در سال } t$$

برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری برای مشاهدات معین شرکت سال، ابتدا ضرایب از رابطه (۲) با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی، برای تمام شرکت ها در سال t به دست می آید (به منظور همگن سازی متغیرها، بر جمع دارایی ها تقسیم می شوند):

رابطه (۲)

$$\frac{TCA_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

$$TA_{it-1} = \text{جمع دارایی های شرکت } i \text{ در سال } t-1$$

$$\Delta REV_{it} = \text{تغییر در درآمد عملیاتی شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$\varepsilon_{it} = \text{باقیمانده معادله برابر با ارقام تعهدی اختیاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

بعد از برآورد ضرایب، ارقام تعهدی غیراختیاری به صورت رابطه (۳) محاسبه می گردد:

رابطه (۳)

$$NDAC_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{TA_{it-1}} \right)$$

$$NDAC_{it} = \text{ارقام تعهدی غیراختیاری شرکت } i \text{ در سال } t$$

در نهایت ارقام تعهدی اختیاری از تفاوت کل ارقام تعهدی و ارقام تعهدی غیراختیاری، به صورت رابطه (۴) به دست می آیند:

$$|DAC_{it}| = \left| \frac{TCA_{it}}{TA_{it-1}} - NDAC_{it} \right| \quad \text{رابطه (۴)}$$

شرکت‌ها بر اساس امتیاز کیفیت افشا، عامل کیفیت افشا (DQF) در این پژوهش به صورت زیر به دست می‌آید:

عامل کیفیت افشا (DQF) برابر با تفاوت بین میانگین موزون ماهانه بازده بین دو گروه با بالاترین کیفیت افشا (۱ و ۲) با دو گروه با پایین‌ترین کیفیت افشا (۴ و ۵) است.

برای محاسبه بازده اضافی پورترفوی ($R_{it} - R_{ft}$) هر پورترفوی شامل شرکت‌هایی است که از لحاظ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهامشان و همچنین از نظر ارزش بازار شرکت‌ها مشابه هستند) نیز مطابق پژوهش موسیلی و همکاران (۲۰۱۲) [۱۵] از مدل تعدیل شده فاما و فرنچ (۱۹۹۳) [۱۵] استفاده می‌شود و بازده اضافی پورترفوی به شرح زیر محاسبه می‌شود:

R_{it} : میانگین موزون بازده پورترفوی

R_{ft} : بازده دارایی بدون ریسک

بازده اضافی پورترفوی از تفاوت میانگین موزون بازده ماهانه پورترفوی و بازده ماهانه دارایی بدون ریسک به دست می‌آید.

سایر متغیرها در این پژوهش نیز به شرح زیر محاسبه می‌گردند:

به منظور محاسبه متغیر مربوط به خطرپذیری بازار ($R_{mt} - R_{ft}$) که بازده اضافی بازار (صرف ریسک بازار) نامیده می‌شود (R_{mt} بازده پورترفوی بازار) از شاخص سهام استفاده می‌شود.

متغیرهای SMB_t و HML_t نیز که به ترتیب عامل اندازه شرکت و عامل ارزش بازار شرکت نامیده می‌شوند، به شرح زیر محاسبه می‌شوند:

$|DAC_{it}|$ = ارقام تعهدی اختیاری شرکت i در سال t .

حال با مشخص شدن کیفیت ارقام تعهدی هر شرکت در سال t ، در پایان هر سال شرکت‌های نمونه به پنج گروه بر مبنای کیفیت ارقام تعهدی محاسبه شده، تقسیم می‌شوند. گروه (۱) در برگیرنده شرکت‌هایی با بالاترین کیفیت ارقام تعهدی و گروه (۵) در برگیرنده شرکت‌هایی با پایین‌ترین کیفیت ارقام تعهدی است.

در نهایت عامل کیفیت ارقام تعهدی (AQF) در ماه t به روش زیر به دست می‌آید:

عامل کیفیت ارقام تعهدی (AQF) در این پژوهش برابر با تفاوت میانگین موزون ماهانه بازده بین دو گروه (۱ و ۲) با بالاترین کیفیت ارقام تعهدی (پایین‌ترین ارزش عددی قدر مطلق ارقام تعهدی اختیاری) و دو گروه (۴ و ۵) با پایین‌ترین کیفیت ارقام تعهدی (بالاترین ارزش عددی قدر مطلق ارقام تعهدی اختیاری) است.

از طرفی تعیین عامل کیفیت افشا (DQF_t) نیز در ابتدا نیاز به تقسیم کردن شرکت‌های نمونه به ۵ گروه طبق رتبه کیفیت افشای هر شرکت دارد. بدین منظور از امتیازهای سالانه کیفیت افشای شرکتی که توسط سازمان بورس برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۹۱ محاسبه و منتشر گردیده، استفاده می‌شود و در پایان هر سال شرکت‌های نمونه بر اساس مقدار امتیاز کیفیت افشا به پنج گروه تقسیم می‌گردند. گروه شماره (۱) مربوط به شرکت‌هایی با بالاترین کیفیت افشا و گروه شماره (۵) مربوط به شرکت‌هایی با پایین‌ترین کیفیت افشا است. بعد از دسته بندی

$$\text{HML} = \frac{(\frac{S}{H} + \frac{B}{H})}{2} - \frac{(\frac{S}{L} + \frac{B}{L})}{2} \quad \text{رابطه (۶)}$$

SMB: تفاوت بین میانگین ماهانه بازده پورترفوی‌های شامل سهام شرکت‌های بزرگ و پورترفوی‌های شامل سهام شرکت‌های کوچک.

HML: تفاوت بین میانگین ماهانه بازده پورترفوی‌های حاوی سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پورترفوی‌های حاوی سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین.

به منظور بررسی ارتباط بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی نیز از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) [۱۵] استفاده می‌شود (رابطه ۷). البته در این تحقیق، مطابق با پژوهش موسیلی و همکاران (۲۰۱۲) [۱۹]، به منظور تطبیق احتمالی فاکتورهای کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا با بازده اضافی پورترفوی، در این مدل تعدیلی انجام می‌گیرد و عامل کیفیت اقلام تعهدی (AQF در رابطه ۸) و عامل کیفیت افشا (DQF در رابطه ۹) به طور جداگانه به مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) [۱۵] اضافه می‌شود و رگرسیون‌هایی به شرح زیر تصریح می‌گردد:

رابطه (۷)

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{it} (R_{mt} - R_{ft}) + h_{it} \text{HML}_t + s_{it} \text{SMB}_t + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۸)

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{it} (R_{mt} - R_{ft}) + h_{it} \text{HML}_t + s_{it} \text{SMB}_t + a_{it} \text{AQF}_t + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۹)

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{it} (R_{mt} - R_{ft}) + h_{it} \text{HML}_t + s_{it} \text{SMB}_t + d_{it} \text{DQF}_t + \varepsilon_{it}$$

در این پژوهش هر مدل برای ۱۶ پورترفوی با استفاده از رگرسیون به ظاهر نامرتب برازش می‌شود

در ابتدا شرکت‌های نمونه در این تحقیق بر اساس ترکیب ارزش بازار شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، به ۶ پورترفوی تقسیم‌بندی می‌شوند. طریقه دسته‌بندی پورترفوی‌ها به روش زیر است:

در پایان هر سال شرکت‌های نمونه بر اساس ارزش بازار شرکت (اندازه) مرتب می‌شوند (ارزش بازار شرکت از طریق ضرب کردن میانگین قیمت سهم طی سال در تعداد سهام پایان دوره شرکت محاسبه می‌شود). سپس بر اساس آن، شرکت‌های نمونه به دو گروه بزرگ (B) و کوچک (S) تقسیم می‌شوند که هر گروه حاوی ۵۰٪ از شرکت‌های نمونه است. سهام شرکت‌ها نیز در پایان هر سال بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشخص می‌شود (ارزش دفتری از ترازنامه شرکت و ارزش بازار از حاصل ضرب میانگین قیمت سهام شرکت در طی سال در تعداد سهام منتشر شده آن در پایان سال به دست می‌آید). سپس سهام شرکت‌های نمونه بر اساس ارزش دفتری به ارزش بازار نیز به سه گروه H (۴۰٪ شرکت‌ها دارای نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار)، M (۳۰٪ شرکت‌ها دارای نسبت متوسط ارزش دفتری به ارزش بازار) و L (۳۰٪ شرکت‌ها دارای نسبت پایین ارزش دفتری به ارزش بازار) تقسیم می‌شوند. از تلفیق این دو دسته‌بندی (گروه‌های S و B با گروه‌های L، M و H)، شش پورترفوی (S/H، S/M، S/L، B/H، B/M، B/L) حاصل می‌شود. پس از مشخص شدن پورترفوی‌ها، متغیرهای SMB و HML به صورت رابطه (۵) و (۶) محاسبه می‌شوند:

$$\text{SMB} = \frac{(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H})}{3} - \frac{(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H})}{3} \quad \text{رابطه (۵)}$$

زیرا روش حداقل مربعات، معناداری ضرایب رگرسیون هر پورتفوی را به طور جداگانه به دست می‌داد ولی در اینجا نیاز به معناداری مشترک ضرایب کلیه پورتفوی‌ها در برآورد بود که به وسیله روش رگرسیون به ظاهر نامرتبط، قابل تخمین است. برای این منظور در ابتدا شرکت‌های نمونه بر اساس ترکیب اندازه سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، به ۱۶ پورتفوی به شرح زیر تقسیم‌بندی می‌شوند:

در پایان هر سال شرکت‌های نمونه بر اساس ارزش بازار شرکت (اندازه) مرتب می‌شوند. ارزش بازار شرکت از طریق ضرب کردن میانگین قیمت سهم طی سال در تعداد سهام پایان دوره شرکت محاسبه می‌شود. سپس چارک‌های سهام شرکت‌های نمونه بر اساس ارزش بازارشان تعیین و بر اساس آن شرکت‌های نمونه به چهار گروه بزرگ (B)، متوسط بزرگ (m_1)، متوسط کوچک (m_2) و کوچک (S) تقسیم می‌شوند. گروه شرکت‌های بزرگ در چارک اول، گروه شرکت‌های متوسط بزرگ در چارک دوم، گروه شرکت‌های متوسط کوچک در چارک سوم و گروه شرکت‌های کوچک در چارک چهارم قرار می‌گیرند. سپس سهام شرکت‌ها همچنین در پایان هر سال بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشخص می‌شود (ارزش دفتری از ترازنامه شرکت و ارزش بازار از حاصل ضرب میانگین قیمت سهام شرکت در طی سال در تعداد سهام منتشر شده آن در پایان سال به دست می‌آید). سهام شرکت‌های نمونه بر اساس ارزش دفتری به ارزش بازار نیز به چهار گروه H (۲۵٪ شرکت‌ها دارای نسبت بالای ارزش دفتری به ارزش بازار)، M_1 (۲۵٪ شرکت‌ها دارای نسبت

متوسط بالای ارزش دفتری به ارزش بازار)، M_2 (۲۵٪ شرکت‌ها دارای نسبت متوسط پایین ارزش دفتری به ارزش بازار) و L (۲۵٪ شرکت‌ها دارای نسبت پایین ارزش دفتری به ارزش بازار) تقسیم می‌شوند. از تلفیق این دو دسته‌بندی (گروه‌های S، m_1 ، m_2 و B با گروه‌های L، M_1 ، M_2 و H)، شانزده پورتفوی (S/H)، S/M_1 ، S/M_2 ، S/L ، m_2/H ، m_2/M_1 ، m_2/M_2 ، m_1/L ، m_1/M_2 ، m_1/M_1 ، m_1/H ، m_2/L ، B/H ، B/M_1 ، B/M_2 ، B/L) حاصل می‌شود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به تمام متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش، در نگاره ۱ و ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل نیز در نگاره ۲ نشان داده شده است.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، میانگین متغیر عامل کیفیت ارقام تعهدی (AQF) با وجود مثبت بودن علامتش، دارای مقدار عددی ناچیزی است که بیانگر این موضوع است که شرکت‌هایی با حداقل کیفیت ارقام تعهدی نسبت به شرکت‌هایی با حداکثر کیفیت ارقام تعهدی، بازده بیشتری دارند، همچنین تأییدکننده این مطلب است که شرکت‌هایی با حداقل کیفیت اطلاعات، صرف سهام بیشتری دارند. میانگین بازده ماهانه متغیر AQF و DQF به ترتیب ۰/۲۷ و ۰/۱۵- است که علامت آنها عکس یکدیگر و از لحاظ مقدار عددی نیز مشابه هم نیستند. بنابراین نشان می‌دهد که دو متغیر یاد شده معکوس یکدیگر و ارتباط چندانی با نیز با هم ندارند. از طرفی ضریب همبستگی بین آنها (AQF و DQF) نیز برابر با ۰/۱۶۹- است که

نشان‌دهنده ارتباط ناچیز و منفی بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی است.

نگاره شماره ۱. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
$R_{i1}-R_m$	۰/۰۸	-۰/۰۱	۶/۹۰	-۱۱/۰۱	۱/۵۶	-۲/۵۲	۳۱/۳۰
$R_{i2}-R_m$	۱/۲۶	-۰/۰۱	۸۲/۰۱	-۷/۰۷	۸/۹۷	۸/۰۱	۷۳/۴۲
$R_{i3}-R_m$	۰/۴۳	۰/۱۷	۱۰/۱۶	-۳/۴۹	۱/۵۹	۲/۶۳	۱۶/۸۷
$R_{i4}-R_m$	۰/۳۷	۰/۱۴	۳/۷۸	-۱/۱۹	۰/۹۵	۱/۳۴	۵/۳۲
$R_{i5}-R_m$	۰/۷۷	۰/۰۳	۲۴/۰۸	-۴/۳۱	۲/۹۸	۵/۲۳	۴۰/۷۱
$R_{i6}-R_m$	۰/۷۲	۰/۲۴	۱۹/۳۲	-۵/۳۹	۲/۷۶	۳/۶۵	۲۴/۴۹
$R_{i7}-R_m$	۰/۶۹	-۰/۰۱	۶۱/۳۹	-۲۵/۳۸	۸/۰۷	۴/۰۸	۳۵/۸۸
$R_{i8}-R_m$	۰/۴۶	۰/۱۴	۱۱/۴۱	-۲/۷۶	۲/۱۷	۲/۹۰	۱۳/۷۷
$R_{i9}-R_m$	۰/۱۵	۰/۰۷	۱۰/۰۱	-۴/۶۲	۱/۸۸	۱/۱۱	۷/۶۳
$R_{i10}-R_m$	۰/۴۵	۰/۰۶	۹/۳۳	-۲/۳۴	۱/۸۰	۱/۵۳	۷/۸۰
$R_{i11}-R_m$	۰/۱۸	-۰/۰۳	۳۶/۲۴	-۶/۲۱	۳/۹۸	۷/۱۶	۶۳/۸۹
$R_{i12}-R_m$	۰/۰۷	-۰/۰۱	۵/۷۸	-۵/۲۰	۱/۹۷	-۰/۰۲	۴/۴۱
$R_{i13}-R_m$	۰/۶۶	۰/۰۵	۲۱/۳۲	-۲/۴۷	۲/۸۵	۴/۷۱	۳۱/۵۳
$R_{i14}-R_m$	۰/۴۰	-۰/۰۱	۱۴/۸۸	-۱۲/۶۹	۲/۷۴	۱/۳۵	۱۷/۸۲
$R_{i15}-R_m$	۰/۰۸	-۰/۰۸	۸/۹۳	-۴/۰۹	۱/۵۴	۳/۰۹	۱۸/۵۵
$R_{i16}-R_m$	۰/۲۳	-۰/۰۱	۲۶/۷۴	-۱۱/۵۸	۴/۳۵	۲/۵۲	۱۷/۸۱
$R_m - R_f$	۰/۱۱	-۰/۰۱	۰/۳۴	-۰/۱۲	۰/۰۵	۰/۸۴	۴/۹۲
SMB	-۰/۲۷	-۰/۹۰	۲۳/۶۵	-۲۰/۰۹	۶/۵۶	۰/۵۱	۵/۲۲
HML	-۲/۴۱	۲/۰۴	۳۵/۸۲	-۵۵/۴۷	۹/۹۸	-۰/۷۸	۱۲/۹۰
AQF	۰/۲۷	۰/۳۳	۷/۱۶	-۶/۲۹	۱/۷۴	-۰/۸۵	۷/۰۵
DQF	-۰/۱۵	۰/۰۵	۳/۹۳	-۲/۷۹	۱/۴۲	۰/۰۴	۲/۱۵

نگاره شماره ۲. ضریب همبستگی

ضریب همبستگی	$R_m - R_f$	SMB	HML	AQF	DQF
$R_m - R_f$	۱	-۰/۰۰۵	-۰/۰۶۹	۰/۱۲۱	۰/۱۴۱
SMB		۱	۰/۵۷	۰/۰۸۳	۰/۰۳۹
HML			۱	-۰/۰۰۲	-۰/۱۰۵
AQF				۱	-۰/۱۶۹
DQF					۱

شرکت‌هایی با حداکثر کیفیت افشا و پورتنفوی ۵ شامل شرکت‌هایی با حداقل کیفیت افشا هستند. نگاره ۳ نشان دهنده نتایج مربوط به این فرضیه است.

به منظور پاسخ به فرضیه اول این پژوهش یعنی ارتباط بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی، شرکت‌های نمونه در ۵ پورتنفوی بر مبنای رتبه کیفیت افشا دسته‌بندی شده‌اند. پورتنفوی ۱ شامل

نگاره شماره ۳. دسته‌بندی شرکت‌ها بر اساس کیفیت افشا

پورتنفوی	بازده ماهانه	ارزش بازار دارایی	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	اقلام تعهدی اختیاری	متوسط رتبه افشا
۱	۰/۳۷	۵/۱۶	۲/۵۱	۰/۸۴	۷۹/۷۰
۲	۰/۲۰	۵/۹۹	۳/۹۴	۰/۶۳	۶۳/۹۵
۳	۰/۲۲	۶/۰۶	۳/۲۵	۱/۱۲	۵۱/۱۹
۴	۰/۲۷	۶/۱۲	۱/۸۱	۱/۹۶	۳۸/۶۰
۵	۰/۳۵	۶/۲۰	۱/۵۳	۰/۹۹	۲۰/۱۶

این نتیجه تأییدکننده تئوری بر مبنای ریسک است که بیان می‌دارد سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ریسک زیاد (حداقل کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی)، بازده بالاتری را تقاضا می‌کنند.

برازش مدل‌های پژوهش

در نگاره ۴ نتایج حاصل از برازش مدل رابطه ۷، در نگاره ۵ نتایج حاصل از برازش مدل رابطه ۸ و در نگاره ۶ نتایج حاصل از برازش مدل رابطه ۹ به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داده شده است.

همان‌طور که مشاهده می‌شود با کاهش کیفیت افشا، کیفیت اقلام تعهدی (قدر مطلق ارزش عددی اقلام تعهدی اختیاری) روند رو به افزایش یا کاهش را نشان نمی‌دهد و این تأییدکننده نبود رابطه بین آنها است.

بین اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش بازار) و کیفیت افشا، رابطه مثبتی برقرار است (رتبه پایین‌تر افشا نشانه کیفیت بالاتر افشا است). بازده ماهانه برای شرکت‌هایی با کیفیت افشای بیشتر نسبت به شرکت‌هایی با کیفیت افشای کمتر، پایین‌تر است.

نگاره شماره ۴. برازش مدل رابطه ۷

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{it} (R_{mt} - R_{ft}) + h_{it} HML_t + s_{it} SMB_t + \varepsilon_{it}$$

پورتنفوی	A	β_{HML}	β_{SMB}	ضریب تعیین R_2	$t(\alpha)$	$t(\beta_{R_m-R_f})$	$t(\beta_{HML})$	$t(\beta_{SMB})$	آماره دوربین واتسون
پورتنفوی ۱	۰/۰۶	-۰/۰۵۷	-۰/۰۱	۰/۷۸	۱/۳۰	-۰/۰۵۴	-۰/۹۹	-۱/۶۸***	۲/۰۸
پورتنفوی ۲	۰/۱۶	۷/۴۲	-۰/۰۱	۰/۹۲	۰/۶۲	۱/۶۹***	-۰/۲۶	-۱/۱۹	۲/۲۸
پورتنفوی ۳	۰/۳۲	۵/۰۴	۰/۰۰	۰/۶۶	۴/۳۴*	۳/۲۲*	۰/۵۳	۰/۶۰	۱/۹۰
پورتنفوی ۴	۰/۲۸	۸/۶۳	۰/۰۰	۰/۵۲	۲/۴۸*	۷/۴۸*	۰/۱۴	-۰/۲۶	۱/۹۵
پورتنفوی ۵	۰/۵۶	۱۴/۴۴	-۰/۰۱	۰/۷۸	۳/۷۷*	۵/۱۳*	-۰/۷۵	-۲/۷۷*	۱/۹۱
پورتنفوی ۶	۰/۲۵	۶/۲۴	۰/۰۳	۰/۷۳	۱/۶۴***	۲/۴۵*	-۱/۸۷***	-۰/۲۱	۲/۰۷
پورتنفوی ۷	۰/۵۹	۳/۲۵	۰/۰۳	۰/۷۶	۱/۴۷	۰/۴۷	۰/۷۱	-۰/۱۰	۲/۳۴
پورتنفوی ۸	۰/۱۶	۴/۹۰	-۰/۰۰	۰/۶۷	۱/۲۶	۲/۱۹**	-۰/۰۵	۲/۴۹*	۱/۶۰
پورتنفوی ۹	-۰/۰۲	۸/۶۲	-۰/۰۰	۰/۴۸	-۰/۱۵	۳/۵۶*	-۰/۴۲	۲/۰۵**	۱/۶۴
پورتنفوی ۱۰	۰/۴۹	۱۳/۰۸	۰/۰۵	۰/۳۲	۳/۱۶*	۴/۹۸*	۳/۰۹*	-۲/۶۶*	۲/۲۲
پورتنفوی ۱۱	۰/۰۵	۵/۹۱	۰/۰۸	۰/۸۵	۰/۳۴	۲/۰۱**	۳/۸۹*	-۱/۵۶	۱/۹۸
پورتنفوی ۱۲	-۰/۰۳	۱۲/۳۸	-۰/۰۱	۰/۳۹	-۰/۱۹	۴/۵۲*	-۰/۷۵	۲/۵۸*	۱/۹۸
پورتنفوی ۱۳	۰/۳۲	۵/۲۵	۰/۰۴	۰/۷۸	۲/۲۹**	۲/۱۹**	۲/۷۷*	-۱/۹۳**	۱/۵۴
پورتنفوی ۱۴	۰/۲۳	-۰/۰۴	-۰/۰۱	۰/۷۵	۲/۰۶**	-۰/۰۲	-۰/۸۲	۰/۳۴	۱/۸۰
پورتنفوی ۱۵	-۰/۰۰	۰/۹۱	۰/۰۲	۰/۶۹	-۰/۰۲	۰/۵۹	۲/۳۲**	-۱/۰۳	۱/۹۱
پورتنفوی ۱۶	۰/۴۵	۱۷/۰۸	۰/۱۱	۰/۶۶	۱/۶۸***	۳/۷۵*	۳/۷۳*	۱/۳۳	۲/۰۳
	-	-	-	-	۱۶/۳۸	۹۹/۴۲	۵۹/۹۰	۵۷/۱۴	-
	-	-	-	-	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	-
									Chi-Square
									P-Value

*, **, و *** سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪.

سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) تغییرات بازده اضافی پورتنفوی را نسبتاً به خوبی توضیح می‌دهند. با توجه به نگاره ۵ ملاحظه می‌شود که متغیر AQF در توضیح تغییرات در ۷ پورتنفوی معنی‌دار است.

همان‌طور که در نگاره ۴ ملاحظه می‌شود، متغیر بازده اضافی بازار $(R_{mt} - R_{ft})$ تغییرات را در ۱۲ پورتنفوی و متغیرهای HML و SMB به ترتیب تغییرات را در ۶ و ۷ پورتنفوی نشان می‌دهند. این نتایج تأییدکننده این مطلب است که متغیرهای مدل

نگاره شماره ۵. برازش مدل رابطه ۸

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{it} (R_{mt} - R_{ft}) + h_{it} HML_t + s_{it} SMB_t + d_{it} AOF_t + \varepsilon_{it}$$

p-value	Chi-square	آماره دورین	ضریب تعیین R ²	T (βAOF)	β _{AOF}	پورتنفوی
		۲/۰۹	۰/۸۷	-۰/۹۴	-۰/۰۲	۱
		۲/۲۸	۰/۹۳	-۰/۰۹	-۰/۰۱	۲
		۱/۹۳	۰/۶۷	** -۱/۸۹	-۰/۰۸	۳
		۱/۹۶	۰/۵۳	۰/۳۲	۰/۰۱	۴
		۱/۹۳	۰/۷۸	-۰/۹۷	-۰/۰۸	۵
		۲/۰۴	۰/۷۴	*** ۱/۸۵	۰/۱۵	۶
		۲/۳۳	۰/۷۸	-۲/۰۷	-۰/۴۶	۷
۰/۰۰	۳۹/۶۴	۱/۶۵	۰/۶۸	-۱/۵۴	-۰/۱۱	۸
		۱/۶۵	۰/۴۹	-۰/۶۸	-۰/۰۵	۹
		۲/۲۱	۰/۳۳	-۰/۰۳	-۰/۰۰	۱۰
		۱/۹۵	۰/۸۶	** ۲/۰۸	۰/۱۷	۱۱
		۲/۰۰	۰/۴۰	** -۱/۹۹	-۰/۰۸	۱۲
		۱/۵۲	۰/۷۹	۰/۷۴	۰/۰۵	۱۳
		۱/۷۹	۰/۷۶	*** ۱/۸۵	۰/۱۵	۱۴
		۱/۹۳	۰/۷۰	-۱/۵۳	-۰/۰۷	۱۵
		۲/۰۳	۰/۶۹	-۳/۳۱	-۰/۴۷	۱۶

*, **, و *** سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪

فرضیه H₀ در سطح اطمینان ۹۰٪ پذیرفته نمی‌شود. یعنی مدل برازش شده، معنی‌دار است و بین بازده پورتنفوی‌های با کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشای متفاوت، اختلاف فاحشی وجود دارد. احتمال آماره F محاسبه شده در نگاره ۵ نیز برابر با ۰/۰۰ است، که نشان می‌دهد متغیرهای مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) [۱۵] با بازده اضافی پورتنفوی رابطه معنی‌داری دارند.

همان‌گونه که در نگاره ۶ مشهود است، متغیر DQF تغییرات را در ۶ پورتنفوی توضیح می‌دهد. برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F (آماره والد) استفاده شده است. فرض‌های آماری این آزمون به شرح زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \alpha_1 = \alpha_2 \\ H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \end{cases}$$

در صورتی که احتمال آماره F از ۰/۰۵ کمتر باشد، فرضیه H₀ پذیرفته نمی‌شود و مدل معنی‌دار است. با توجه به اینکه احتمال آماره F محاسبه شده در نگاره ۶ و ۷ به ترتیب برابر با ۰/۰۰ و ۰/۰۷ است،

نگاره شماره ۶. برازش مدل رابطه ۹

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_{it} (R_{mt} - R_{ft}) + h_{it} HML_t + s_{it} SMB_t + d_{it} DQF_t + \varepsilon_{it}$$

p-value	Chi-square	آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین R ²	T (βDQF)	β _{DQF}	پورتنفوی
		۲/۰۵	۰/۸۷	*** ۱/۸۷	۰/۰۸	۱
		۲/۲۹	۰/۹۳	۰/۱۶	۰/۰۳	۲
		۱/۸۹	۰/۶۶	۰/۵۹	۰/۰۴	۳
		۱/۹۲	۰/۵۲	-۱/۸۹	-۰/۱۵	۴
		۱/۹۱	۰/۷۸	-۰/۰۸	-۰/۰۱	۵
		۲/۰۷	۰/۷۳	۰/۰۰	۰/۰۰	۶
		۲/۳۴	۰/۷۷	۰/۵۹	۰/۱۷	۷
		۱/۶۳	۰/۶۷	*** ۱/۹۴	۰/۰۸	۸
۰/۰۷	۲۳/۶۰	۱/۶۴	۰/۴۸	۰/۱۱	۰/۰۱	۹
		۲/۲۰	۰/۳۲	-۲/۰۵	-۰/۲۳	۱۰
		۱/۹۰	۰/۸۶	-۰/۲۵	-۰/۰۳	۱۱
		۱/۹۶	۰/۴۰	-۰/۹۵	-۰/۰۸	۱۲
		۱/۵۰	۰/۸۰	* -۳/۰۴	-۰/۲۹	۱۳
		۱/۷۸	۰/۷۵	-۰/۶۰	-۰/۰۵	۱۴
		۱/۹۰	۰/۷۰	-۱/۹۰	-۰/۰۷	۱۵
		۲/۰۲	۰/۶۶	-۰/۱۸	-۰/۰۳	۱۶

*, **, *** سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪

نشان می‌دهند، می‌توان گفت این دو متغیر حاوی اطلاعات متفاوتی هستند. بنا بر نتایج، استنباط می‌شود که کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی رابطه‌ای با یکدیگر نداشته و می‌توان آنها را در توضیح تغییرات بازده اضافی پورتنفوی مکمل یکدیگر دانست.

نتایج پژوهش حاضر تأیید کننده یافته‌های حاصل از تحقیق فرانسویس و همکاران (۲۰۰۸) [۱۶] مبنی بر مکمل بودن رابطه بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی است ولی با پژوهش موسیلی و همکاران (۲۰۱۲) [۱۹] ناسازگار است زیرا یافته‌های آنها حاکی از وجود رابطه جایگزین بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی است. در ایران پژوهشی که ارتباط بین

نتیجه

در این پژوهش ارتباط بین عامل کیفیت افشا (DQF) و عامل کیفیت اقلام تعهدی (AQF) در توضیح بازده اضافی پورتنفوی بررسی شده است. بدین صورت عامل‌های کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی به مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) [۱۵] اضافه شد و با استفاده از روش رگرسیون به ظاهر نامرتب معناداری مشترک ضرایب برآورد شد. متغیر AQF تغییرات را در ۷ پورتنفوی و متغیر DQF تغییرات را در ۶ پورتنفوی نشان می‌دهد. از آنجا که AQF و DQF تغییرات را در پورتنفوی‌های غیرمشابه

را نیز که به عنوان معیار پوشش ریسک در تحقیقات بسیاری معرفی شده‌اند بر روی بازده سهام بررسی گردد. همچنین این پژوهش می‌تواند در صنایع مختلف و با استفاده از دیگر مدل‌های ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، تکرار گردد و با توجه به آن فرضیات این تحقیق بیشتر بررسی گردد.

منابع

۱- اعتمادی، حسین، امیرخانی، کوروش و محبت رضایی. (۱۳۹۰). «محتوی ارزشی افشای اجباری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۴ (۱۳): ۲۵۲-۲۳۵.

۲- خواجه‌جوی، شکرالله و امین ناظمی. (۱۳۸۴). «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش اقلام تعهدی» در *بورس اوراق بهادار تهران*. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۴۰): ۶۰-۳۷.

۳- دستگیر، محسن و مجید رستگار. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین کیفیت سود، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی». *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ۳، ش ۱: ۲۰-۱.

۴- دستگیر، محسن و حمیدرضا بزاززاده. (۱۳۸۵). «تأثیر افشا بر ریسک سیستماتیک». *مجله پژوهش‌نامه اقتصادی*، (۲۰): ۲۳۵-۲۳۰.

۵- رحمانی، علی و فرهاد فلاح‌نژاد. (۱۳۸۹). «تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی». *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ۲،

این دو عامل را بسنجد انجام نگرفته است ولی ارتباط بین کیفیت افشا با بازده سهام و کیفیت اقلام تعهدی با بازده سهام به طور جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است. ارتباط بین کیفیت افشا و بازده سهام در پژوهش حاضر هم‌جهت با یافته‌های اعتمادی و همکاران (۱۳۹۰) [۱] مبنی بر وجود رابطه معنادار بین آنها به دست آمد که مخالف با نتایج حاصل از پژوهش دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۵) [۴] است. همچنین از نظر ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و بازده سهام، یافته‌های پژوهش حاضر هماهنگ با نتایج به دست آمده از تحقیق نوروش و حسینی (۱۳۸۸) [۸] مبنی بر وجود رابطه معنادار بین آنها و ناسازگار با یافته‌های خواجه‌جوی و ناظمی (۱۳۸۴) [۲] است.

با توجه به نتایج این تحقیق می‌توان این‌گونه بیان کرد که سرمایه‌گذاران حاضر در بورس اوراق بهادار باید به این نکته توجه داشته باشند که تغییرات در کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی می‌تواند حاوی اخبار مهم و محرمانه‌ای در خصوص وضعیت آنی شرکت باشد و بنابراین باید به آن در زمان تصمیم‌گیری توجه کرد. همچنین بکارگیری این دو عامل به صورت مکمل می‌تواند مؤثر باشد زیرا وجود ارتباط مکمل بین آنها به سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان این امکان را می‌دهد که با در کنار هم قرار دادن اطلاعات مربوط به کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی، پیش‌بینی بهتر و جامع‌تری از بازده سهام داشته باشند. در نظر گرفتن تنها یک عامل در تحقیقات پیشین به منظور پیش‌بینی بازده سهام نمی‌تواند اطلاعات مفید و کاملی در اختیار ذی‌نفعان قرار دهد.

در پایان پیشنهاد می‌گردد در ادامه این پژوهش و پژوهش‌های مشابه پیشین ارتباط عوامل متعدد دیگر

- ش ۳: ۱۷-۳۰.
- 12- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). "Detecting Earnings Management". *The Accounting Review*. 70: 193-225
- 13- DeFond, M. K., & Subramanyam, K. R. (1998). "Auditor Changes and Discretionary Accruals". *Journal of Accounting and Economics*. 25, 35-67.
- 14- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital". *Journal of Finance*. 46, 1325-1359.
- 15- Fama, F., & French, K. (1993). "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds". *Journal of Financial Economics*. 33: 3-56.
- 16- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital". *Journal of Accounting Research*. 46: 53-99.
- 17- Subramanyam, K. R. (1996). "The Pricing of Discretionary Accruals". *Journal of Accounting and Economics*. 22: 249-281.
- 18- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, Y. (2005). "Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?". *Journal of Business, Finance and Accounting*. 32: 1311-1346
- 19- Mouselli, S., Aziz, J., & Hussainey, K. (2012). "Accruals Quality Vis-A-Vis Disclosure Quality: Substitutes or Complements?". *The British Accounting Review*. 44: 36-46.
- 6- ستایش، محمدحسین؛ کاظم‌نژاد، مصطفی و مهدی ذوالفقاری. (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ۳، ش ۳: ۷۴-۵۵.
- 7- عرب‌مازار یزدی، محمد و سید محمد طالبیان. (۱۳۸۷). «کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی هزینه سرمایه». *مطالعات حسابداری*، سال ۶، ش ۲۱: ۱-۳۰.
- 8- نوروش، ایرج و سیدعلی حسینی. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به موقع بودن) و مدیریت سود». *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۱۵): ۱۳۳-۱۱۷.
- 9- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2000). "Discretionary Accruals Models and Audit Qualifications". *Journal of Accounting and Economics*. 30: 421-452
- 10- Brown, S. & Hillegiest, S. A. (2007). "How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry". *Review of Accounting Studies*. 12: 443-477.
- 11- Dargenidou, C., Mcleay, S., & Raonic, I. (2011). "Transparency, Disclosure and the Pricing of Future Earnings in the European Market". *Journal of Business Finance and Accounting*. 38: 473-504.

